

Strategi Pengembangan Sukuk Ritel Korporasi di Indonesia

Oleh:

Lulud Wijayanti¹

Email: luludwijayanti@gmail.com

ABSTRACT

The growth of corporate sukuk in Indonesia is still very low. This is indicated by the development of the rate of outstanding corporate sukuk that is not comparable with the performance of outstanding bonds or market potential. whereas the market potential is very high; The sukuk development strategy is oriented to the perspective of each actor, both underwriters, investors, and issuers who have issued sukuk or not. The policy priorities of the four are as follows: First, the underwriter perspective, the order of priority policies are: (i) creating a conducive sukuk market; (ii) regulations must be clear in regulating the level of competition in sukuk underwriting; (iii) there is clarity regarding tax regulations on sukuk; and (iv) there must be policy incentives in encouraging the level of demand; Second, the investor perspective, the order of priority policies are: (i) there must be clarity on tax laws and regulations on sukuk; (ii) the existence of regulations that can develop variations in contracts and sukuk structures; and (iii) the existence of regulations that can disseminate Islamic capital market information to investors; Third, the issuers' perspectives that have issued sukuk, the order of priority policies are: (i) the government must be able to create incentives for companies to issue sukuk; and (ii) the existence of clear taxation treatment clarity; and Fourth, the perspective of issuers that have not issued sukuk, the priority of its policies is the clarity of the conditions of the Islamic financial market industry through regulations and models of socialization and education.

Key words: *corporate retail sukuk, strategi development*

A. Pendahuluan

Perkembangan pasar keuangan syariah dalam skala global, dapat dikatakan mengalami pertumbuhan yang sangat pesat. Pertumbuhan asetnya diperkirakan mencapai di atas 2 triliunUSD, dan *market share* lembaga keuangan syariah diperkirakan di atas angka 3%, bahkan beberapa lembaga riset memperkirakan akan terus tumbuh signifikan di tahun-tahun mendatang. Menurut Nugroho, 2015, pasar keuangan syariah global diperkirakan naik sekitar 25 persen setiap tahunnya.² Salah satu bentuk instrumen keuangan syariah yang banyak diterbitkan baik negara maupun perusahaan adalah sukuk. Sukuk telah diterima secara universal, bukan saja di kawasan Timur Tengah atau negara-negara berbasis muslim, tetapi juga Eropa, Amerika, dan Asia. Sukuk menjadi alternatif

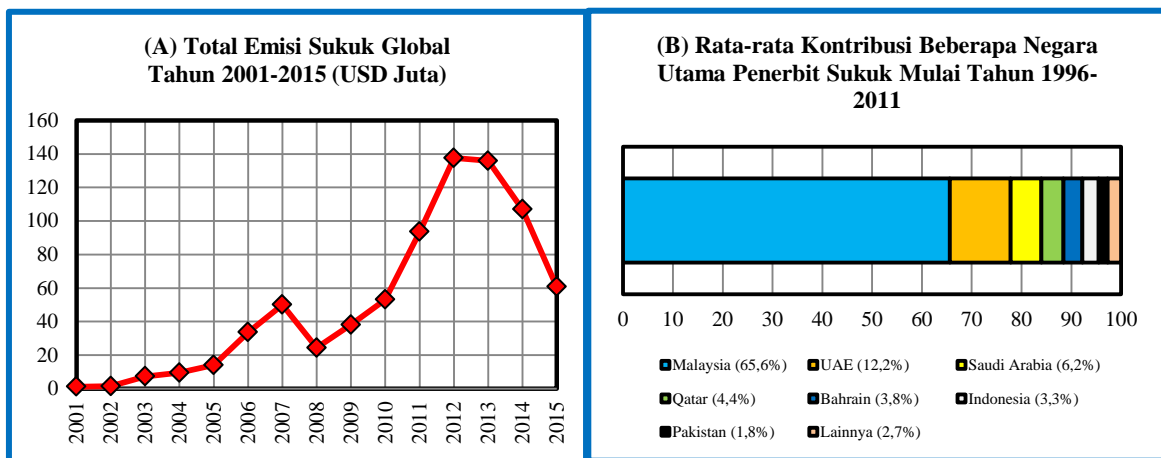
¹ Dosen Tetap Ekonomi Syariah Sekolah Tinggi Agama Islam Miftahul 'Ula (STAIM) Nganjuk

² Mohamad Taufan Nugroho, 2015. *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Fluktuasi Harga Sukuk Ijarah Korporasi di Indonesia (Studi Kasus Tahun 2011-2015)*. Tesis Diterbitkan, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Indonesia: Jakarta.

bagi para pihak yang membutuhkan pembiayaan dan investasi. Investor juga menangkap peluang sukuk atas dasar basis syariah sebagai investasi yang menguntungkan.

Untuk perkembangan total emisi sukuk secara global mulai tahun 2001 hingga tahun 2012 mengalami peningkatan yang signifikan. Jika dihitung mulai tahun 1996 hingga 2013, total sukuk yang telah diterbitkan di dunia mencapai 488.2 milyar USD.³ Beberapa negara utama dengan rata-rata porsi terbesar sebagai penerbit sukuk mulai tahun 1996-2013 adalah Malaysia (65,6%), Uni Arab Emirat (12,2%), dan Saudi Arabia (6,2%). Sementara Indonesia di urutan keenam (3,3%), setelah Qatar (4,4%) dan Bahrain (3,8%).

Gambar A.1 Perkembangan Sukuk Global



Meski perkembangan sukuk global cukup signifikan dan Indonesia berada di urutan keenam, tetapi perkembangan sukuk di Indonesia sebenarnya masih sangat jauh dibandingkan obligasi konvensional. Hal ini diperkuat oleh Fatah (2011), bahwa meski mempunyai potensi dan prospek yang baik, perkembangan sukuk di Indonesia sebenarnya dapat dikategorikan sangat lambat.

Sukuk yang perkembangannya sangat lambat adalah sukuk korporasi. Selama kurun waktu lima tahun terakhir (2011-2015), total sukuk korporasi mengalami perkembangan yang cenderung lambat dan berbanding terbalik dengan total sukuk negara dan obligasi konvensional. Pada tahun 2011, nilai sukuk korporasi yang beredar sebesar Rp. 6,12 triliun, dan hanya naik sedikit menjadi Rp. 7,11 triliun pada tahun 2015. Bandingkan dengan nilai total sukuk negara dan obligasi konvensional yang beredar pada tahun 2011 sebesar Rp. 114,97 triliun dan melonjak tajam menjadi Rp. 223,46 triliun pada tahun 2015. Dengan demikian, laju pertumbuhan sukuk korporasi selama lima tahun terakhir hanya

³ OJK (Otoritas Jasa Keuangan), 2015. *Kajian Faktor-faktor yang Mempengaruhi Penawaran dan Permintaan Sukuk*. Direktorat Pasar Modal Syariah OJK: Jakarta.

sebesar 16,1%, berbanding jauh dengan total sukuk negara dan obligasi konvensional yang mencapai 94,63%.

Nilai emisi sukuk ritel korporasi masih kalah jauh dengan sukuk negara dan juga dengan nilai emisi obligasi konvensional korporasi. Kondisi saat ini, dimana penerbitan sukuk memang menunjukkan peningkatan, tetapi sukuk ritel korporasi masih sangat rendah, berbanding terbalik dengan sukuk negara⁴. OJK juga mengungkapkan bahwa sejak awal diterbitkannya sukuk korporasi pada tahun 2002 hingga akhir 2015, *market share* terhadap pasar obligasi konvensional dan sukuk masih belum mencapai 5%.

Jika di analisa lebih jauh, ternyata ada keadaan yang berbanding berbalik antara di Indonesia dengan di beberapa negara Eropa, di mana jika di Indonesia lebih banyak diterbitkan adalah sukuk Negara, tetapi jika di Eropa penerbitan sukuk lebih didominasi oleh jenis sukuk korporasi. Pada tahun 2008, nilai emisi sukuk korporasi mencapai USD 1.180 Juta, bandingkan dengan sukuk negara yang hanya USD 800 Juta. Kemudian pada tahun 2012 yang total nilai emisi sukuk korporasi mencapai USD 8.280 Juta, padahal nilai emisi sukuk negara hanya USD 3.950 Juta.

Otoritas Jasa Keuangan (OJK) bakal mengatur obligasi syariah atau sukuk korporasi yang diperdagangkan untuk investor ritel. Indonesia merupakan negara dengan penduduk muslim terbanyak di dunia mencapai 205 juta jiwa atau 88,1% dari jumlah penduduk. Kue inilah yang ingin dicaplok dari penerbitan sukuk ritel korporasi. Ketua Dewan Komisiner OJK Muliaman D Hadad mengatakan, pihaknya masih mengkaji penerbitan aturan ini. Kajian ini bertujuan untuk melihat potensi dan tantangan penerbitan sukuk ritel korporasi di Indonesia. "Aturan sukuk ritel korporasi ini dilakukan untuk mengembangkan produk pasar modal syariah," kata Muliaman.

Pengembangan sukuk korporasi ritel ini dilakukan untuk meningkatkan pangsa pasar sukuk korporasi yang jumlahnya masih relatif kecil jika dibandingkan dengan obligasi korporasi. Penerbitan sukuk korporasi ritel diperkirakan dapat menambah jenis sukuk korporasi serta mendorong peningkatan jumlah investor individu di pasar modal.

Kondisi domestik dan perbandingan dengan tingkat global di atas mengindikasikan bahwa terdapat masalah tertentu yang menghambat pertumbuhan sukuk ritel korporasi di Indonesia. Secara teoritis, beberapa permasalahan sukuk korporasi muncul dari faktor internal perusahaan, faktor eksternal (pasar), dan kondisi regulasi. Ketiganya mempengaruhi tingkat *supply* dan *demand* sehingga menentukan tingkat pertumbuhan

⁴Fuad Rahmany, 2010. *Penerbitan Sukuk Korporasi Masih Rendah*. (Online <http://www.seputarforex/news.com>), diakses tanggal 20 Pebruari 2018

sukuk ritel korporasi. Mengingat pasar sukuk korporasi sebenarnya mempunyai potensi yang besar, akan tetapimasih dihadapkan pada pertumbuhan yang relatif lambat, maka kajian ini berupaya untuk menganalisis permasalahan yang muncul sebagai penghambat pertumbuhan sukuk korporasi. Analisis permasalahan ini sangat penting dalam rangka menciptakan strategi yang tepat untuk mendorong pengembangan sukuk ritel korporasi di Indonesia.

B. Pembahasan

1. Keunggulan dan Risiko Sukuk

Dari sisi terminologi, berikut akan diuraikan beberapa definisi sukuk dari berbagai sumber, yaitu AAOIFI (*Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution*), Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI), Bapepam dan LK, UU No 19 tahun 2008 dan pakar ekonomi. Dalam *Shari'a Standard No.17* tentang Investment Sukuk yang diterbitkan, AAOFI mendefinisikan Sukuk sebagai berikut:⁵

“Investment Sukuk are certificates of equal value representing undivided share in ownership of tangible assets, usufructs and services, or (in the ownership of) the assets of particular projects or special investment activity, however, this is true after receipt of the value of the sukuk, the closing of subscription and the employment of funds received for the purpose for which the sukuk were issued”

Dari definisi di atas dapat dipahami bahwa sukuk merupakan sertifikat bernilai sama yang mewakili bagian tak terpisahkan dalam kepemilikan suatu aset berwujud, manfaat atau jasa, atau kepemilikan dari aset suatu proyek atau aktivitas investasi tertentu, yang terjadi setelah adanya penerimaan dana sukuk, penutupan pemesanan dan dana yang diterima dimanfaatkan sesuai dengan tujuan penerbitan sukuk.

Keunggulan sukuk terletak pada strukturnya yang berdasarkan aset nyata. Keunggulan ini memperkecil kemungkinan terjadinya fasilitas pendanaan yang melebihi nilai dari aset yang mendasari transaksi sukuk. Pemegang sukuk berhak atas bagian pendapatan yang dihasilkan dari aset sukuk disamping hak dari penjualan aset sukuk.⁶

Sukuk terdiri atas beberapa akad yang digunakan dalam penerbitan. Menurut Jarkasih& Rusydiana, 2011, ada enam jenis akad, yaitu: (i) akad *mudharabah* atau *muqaradah*, yakni perjanjian kerja sama usaha antara dua pihak dengan pihak pertama menyediakan modal, sedangkan pihak lainnya menjadi pengelola; (ii) akad *ijarah*, yakni

⁵ AAOFI dalam Aan Nasrullah, Studi Surat Berharga Negara: Analisis Komparatif Sukuk Negara dengan Obligasi Negara Dalam Pembiayaan Defisit APBN. Jurnal Lentera: Kajian Keagamaan, Keilmuan dan Teknologi. Vol. 14, No.1 2016

⁶ Nila Dewi. 2011. Mengurai masalah pengembangan sukuk korporasi Indonesia menggunakan *analytic network process*. TAZKIA, *Islamic Finance & Business Review*, Vol. 6, No. 2, pp. 138-167.

kontrak yang didasarkan adanya pihak yang membeli dan menyewa peralatan yang dibutuhkan klien dengan uang sewa tertentu; (iii) akad *musyarakah*, yaitu hampir sama dengan *mudharabah*, tetapi perbedaannya adalah pihak perantara akan menjadi pasangan dari grup pemilik yang menjadi pemegang sukuk *musyarakah* di dalam suatu perusahaan gabungan; (iv) akad *salam*, yaitu penjualan suatu komoditi yang telah ditentukan kualitas dan kuantitasnya yang akan diberikan kepada pembeli pada waktu yang telah ditentukan di masa akan datang pada harga sekarang; (v) akad *istisna*, yaitu kontrak yang digunakan untuk menjual barang manufaktur dengan usaha yang dilakukan penjual dalam menyediakan barang tersebut dari material, deskripsi dan harga tertentu; dan (vi) akad *murabahah*, yaitu jual beli barang pada harga asal dengan tambahan keuntungan yang disepakati.

Masih menurut Jarkasih & Rusydiana 2009, meski sukuk mempunyai beberapa keunggulan, tetapi sukuk juga menimbulkan risiko. Beberapa risiko sukuk adalah: (i) risiko tingkat pengembalian, yaitu tingkat pengembalian ada pada semua tipe sukuk dengan pengembalian tetap (*fixed rate*); (ii) risiko kredit, yakni pada sukuk *ijarah* yang dihadapi oleh investor, disebabkan kegagalan pembayaran (*default*) atas sewa *underlying asset*; (iii) risiko nilai tukar, yang dapat terjadi jika *return* atas pengelolaan *underlying asset* diberikan dalam mata uang asing; (iv) risiko tingkat harga, yakni terjadi ketika spesifikasi aset yang tercermin pada nilai penerbitan sukuk yang diajukan berbeda dengan nilai pasar sesungguhnya dan laporan atas nilai *underlying asset*; (v) risiko likuiditas, yakni pertumbuhan pasar sekunder yang lambat membuat investor sukuk menghadapi risiko likuiditas; dan (vi) risiko kepatuhan syariah, yaitu perkembangan pasar yang pesat memungkinkan adanya struktur sukuk yang tidak memenuhi aspek syariah⁷.

2. Faktor-Faktor Penghambat Pertumbuhan Sukuk Korporasi

Jenis sukuk yang lambat pertumbuhannya di Indonesia adalah sukuk korporasi. Tingkat pertumbuhan sukuk korporasi berselisih jauh dengan jenis sukuk negara, dan sangat diametral dengan pola di tingkat global dimana sukuk korporasi justru mendominasi daripada sukuk negara.

Pertumbuhan sukuk korporasi sangat dipengaruhi oleh beberapa pihak yang terkait. Dalam penerbitannya, sukuk korporasi melibatkan banyak pihak seperti emiten, penjamin emisi sukuk, wali amanat, pemeringkat efek, konsultan hukum, akuntan, penilai, notaris, dan tim ahli syariah serta bursa efek tempat sukuk dicatatkan (OJK, 2015). Pihak

⁷ Muhammad Jarkasih & Aam Slamet Rusydiana. 2009. Perkembangan Pasar Sukuk: Perbandingan Indonesia, Malaysia, dan Dunia. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi: Antisipasi*, Universitas Sanata Dharma, Vol. 1, No.2.

yang berperan langsung dalam pertumbuhan sukuk korporasi dibagi menjadi dua sisi, yaitu penawaran dan permintaan:

1. Sisi Penawaran

Pihak yang terkait dengan pertumbuhan sukuk dari sisi penawaran adalah emiten/perusahaan publik sebagai perusahaan penerbit sukuk dan penjamin emisi efek sebagai pihak yang bekerja sama dengan emiten/perusahaan publik dalam penawaran umum sukuk; dan

2. Sisi Permintaan

Pihak yang terkait dengan pertumbuhan sukuk dari sisi permintaan adalah investor, baik investor individu maupun investor institusional.

Beberapa faktor yang sering menjadi penghambat pengembangan sukuk korporasi adalah: (i) kurangnya aplikasi terkait inovasi struktur; (ii) masih dibutuhkannya pemahaman dari para pelaku pasar karena sosialisasi mengenai sukuk masih sangat kurang; (iii) masih rendahnya komitmen pemerintah, tergambar dari aspek regulasi yang masih belum jelas; (iv) kerangka hukum masih minim; (v) kurangnya dukungan SDM yang memahami atau ahli di bidang pasar modal syariah; dan (vi) masih terdapat beragamnya tantangan seperti risiko likuiditas, informasi asimetris, akad dan struktur sukuk, serta *underlying principle*.

Hasil penelitian Dewi 2011, menyimpulkan bahwa faktor penghambat utama masalah pengembangan sukuk korporasi di Indonesia dapat dipetakan menjadi empat aspek, yaitu⁸:

1. Problem Emiten

- a. *Lack of comitment*, yakni kurangnya komitmen dari perusahaan untuk menerbitkan sukuk sebagai alternatif pendanaan;
- b. *Lack of understanding*, yakni kurangnya pemahaman emiten mengenai sukuk;
- c. *Averse to risk*, yakni bagi perusahaan yang belum pernah menerbitkan, sukuk merupakan instrumen baru sehingga butuh pertimbangan khusus; dan
- d. Rendahnya rating perusahaan

2. Problem Investor

- a. *Lack of knowledge*, yakni masih kurangnya pengetahuan yang dimiliki oleh investor;
- b. *Averse to risk*, yakni pertimbangan risiko pengembalian pada sukuk *mudharabah* yang tergantung pada kinerja perusahaan;
- c. Investor yang kurang variatif; dan

⁸ Nila Dewi. 2011. Mengurai masalah pengembangan sukuk korporasi indonesia menggunakan *analytic network process*. TAZKIA, *Islamic Finance & Business Review*, Vol. 6, No. 2, pp. 138-167.

- d. *Profit oriented* dan *floating majority*, yakni investor cenderung konservatif dengan mempertimbangkan keuntungan tanpa prinsip syariah.
- 3. Problem Penunjang
 - a. Belum adanya insentif dari pemerintah;
 - b. Masih kurang jelasnya regulasi perpajakan;
 - c. Kurangnya sosialisasi mengenai sukuk; dan
 - d. Terbatasnya pemahaman penjamin emisi.
- 4. Problem Pasar
 - a. *Conventional dominant*, yakni sukuk dihadapkan dengan obligasi sehingga menjadi tantangan dalam menaikkan tren sukuk;
 - b. Keterbatasan instrumen, dimana sukuk masih memiliki keterbatasan akad maupun tenor;
 - c. Nilai *issuance* atau emisi yang rendah, yang tidak sesuai dengan permintaan investor; dan
 - d. Pasar sekunder yang kurang likuid.

Sedangkan tujuan diterbitkannya sukuk adalah untuk memperluas basis sumber pembiayaan anggaran negara atau perusahaan, mendorong pengembangan pasar keuangan syariah, menciptakan benchmark di pasar keuangan syariah, diversifikasi basis investor, mengembangkan alternatif instrumen investasi, mengoptimalkan pemanfaatan barang milik negara atau perusahaan, dan memanfaatkan dana-dana masyarakat yang belum terjangkau oleh sistem obligasi dan perbankan konvensional.

3. Eksistensi Sukuk Ritel Korporasi di Indonesia

Sukuk ritel korporasi merupakan salah satu instrumen investasi yang memberikan peluang bagi investor Muslim dan non-Muslim untuk berinvestasi di Indonesia. Sehingga, sukuk dapat dimanfaatkan untuk membangun perekonomian bangsa dan menciptakan kesejahteraan masyarakat. Fakta selama ini menunjukkan bahwa pasar sangat responsif terhadap penerbitan sukuk. Hampir semua sukuk yang diterbitkan, diserap habis oleh pasar, bahkan pada beberapa kasus menimbulkan kelebihan permintaan.

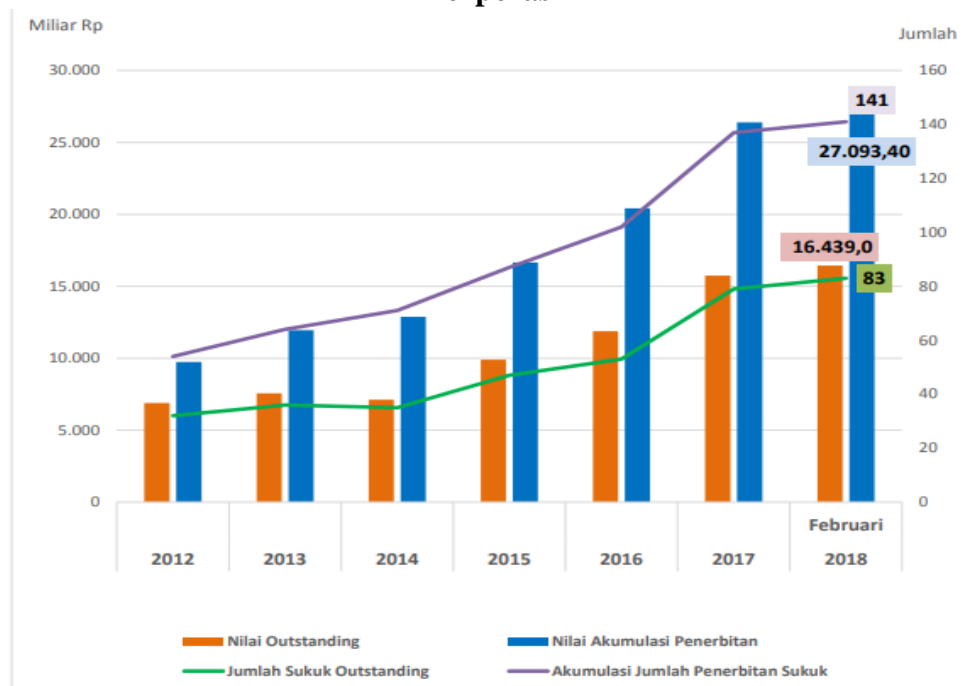
Isu paling mengemuka sebagaimana yang diutarakan OJK, 2016 terkait pengembangan sukuk adalah belum kuatnya kerangka hukum untuk penerbitan efek syariah⁹. Persoalan ini terkait dengan: (i) belum jelasnya aturan mengenai hak dan kewajiban pihak atas *underlying asset* penerbitan sukuk; (ii) belum jelasnya perihal kontrak perwaliamanatan sukuk; (iii) masih sempitnya basis investor sukuk; (iv) regulasi

⁹OJK (Otoritas jasa Keuangan), 2018. *Roadmap Pasar Modal Syariah 2015-2019*. Disusun oleh Direktorat Pasar Modal Syariah OJK.

yang kurang mendukung jenis produk investasi syariah baru; dan (v) belum jelasnya undang-undang tentang efek syariah. Beberapa persoalan ini sangat berpengaruh terhadap tingkat *supply* dan *demand* yang berimplikasi terhadap laju pertumbuhan sukuk.

Sukuk yang perkembangannya sangat lambat adalah jenis sukuk korporasi. Data dari OJK, 2018 menunjukkan bahwa perkembangan sukuk korporasi yang beredar di Indonesia masih sangat kecil dibandingkan dengan total sukuk dan obligasi konvensional yang beredar (Gambar B.1). Pada tahun 2012, nilai sukuk korporasi yang beredar sebesar Rp. 10 Miliar, jauh lebih kecil dibandingkan dengan total nilai sukuk dan obligasi yang beredar pada tahun yang sama sebesar Rp. 114,97 triliun. Begitupun dengan tahun-tahun setelahnya sampai tahun 2015 mempunyai pola perbandingan yang hampir sama. Dalam periode lima tahun terakhir, rata-rata penerbitan sukuk korporasi pada kisaran Rp. 1,2 triliun per tahun, jauh lebih kecil dengan total sukuk dan obligasi yang mencapai Rp. 49,6 triliun per tahun. Laju pertumbuhan sukuk korporasi selama lima tahun mulai 2013-2017 hanya 16,1%, dibandingkan dengan total sukuk dan obligasi yang mencapai 94,63%.

Gambar B.1 Perkembangan Sukuk Korporasi

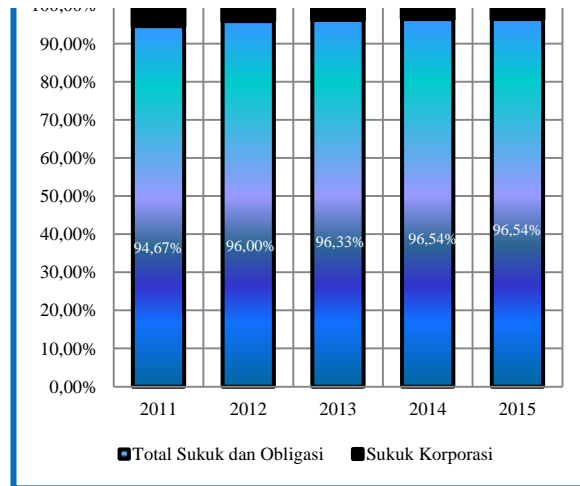


Sumber: OJK, 2018

Pangsa pasar sukuk korporasi yang beredar atas total sukuk dan obligasi yang beredar pada tahun 2011 hanya sebesar 5,33% (Gambar B.2). Begitupun dengan tahun-tahun selanjutnya sampai tahun 2015, dimana pangsa pasar sukuk korporasi yang beredar

atas total sukuk dan obligasi yang beredar semakin mengecil. Jika diurutkan, pangsa pasar sukuk korporasi atas total sukuk dan obligasi mulai tahun 2011 sampai tahun 2015 adalah 5,33%, 4,00%, 3,67%, 3,46%, dan 3,46%.

Gambar B.2 Pangsa Pasar Sukuk Korporasi



Sumber: OJK, 2018

Kondisi di atas menandakan bahwa perkembangan laju sukuk korporasi yang beredar tak sebanding dengan kinerja sukuk negara dan obligasi konvensional yang beredar. Artinya, tingkat penerbitan sukuk korporasi mempunyai kecenderungan menurun akibat beberapa faktor penghambat. Padahal, potensi pasarnya sangat tinggi. Populasi penduduk Indonesia yang besar merupakan potensi investor untuk berinvestasi pada sukuk korporasi. Potensi ini didukung oleh kemampuan ekonomi masyarakat dan perusahaan yang terus meningkat. Kemampuan ini diindikasikan dengan pertumbuhan ekonomi Indonesia yang terus tumbuh rata-rata di atas 5% selama 5 tahun terakhir. Selain itu juga ditunjukkan dengan meningkatnya PDRB Per Kapita yang pada tahun 2011 sebesar Rp. 32.363.700 dan pada tahun 2014 melonjak menjadi Rp. 41.808.700 atau tumbuh sekitar 55% (BPS, 2016).¹⁰ Hal ini memperkuat hasil kajian dari Fatah,¹¹ yang mengemukakan bahwa meskipun mempunyai potensi dan prospek yang baik, perkembangan sukuk korporasi di Indonesia masih sangat lambat.

4. Penyusunan Strategi Pengembangan Sukuk Ritel Korporasi

Berdasarkan hasil studi pustaka baik dari teori dan hasil riset, maka didapat beberapa prioritas kebijakan berdasarkan masing-masing perspektif *stakeholder* sukuk ritel korporasi adalah sebagai berikut:

¹⁰ BPS. 2016. *Data Pertumbuhan Ekonomi dan Pendapatan Per Kapita Indonesia*.

¹¹ Fatah, Dede Abdul. 2011. Perkembangan obligasi syariah (sukuk) di Indonesia: analisis peluang dan tantangan. *Innovatio*, Vol. X, No. 2, pp. 281-301.

a. Prespektif penjamin emisi

Pertama, Prioritas kebijakan yang pertama adalah pentingnya menciptakan pasar sukuk ritel yang kondusif. Bila mengacu pada analisis penghambat perkembangan sukuk, kebijakan ini dapat diciptakan melalui beberapa aspek. Dari aspek internal perusahaan: (i) pemerintah harus bisa melakukan sosialisasi dan edukasi yang baik mengenai sukuk, hal ini dilakukan karena masih banyak perusahaan yang belum mengetahui betul prosedur dan manfaat dari penerbitan sukuk ritel, (ii) pemerintah harus bisa memberikan insentif kebijakan dengan cara mengatur biaya penerbitan sukuk agar lebih murah, dengan biaya murah secara tidak langsung akan menimbulkan minat bagi perusahaan untuk menerbitkan sukuk ritel, dan (iii) koordinasi kebijakan dengan Ditjen Pajak, sebagaimana kebijakan-kebijakan pemerintah lainnya dalam meningkatkan produktifitas perusahaan, pemerinah pada umumnya menggunakan insentif pajak. Dari aspek eksternal perusahaan, kebijakan yang harus dilakukan adalah: (i) melakukan kajian pemetaan basis investor pada akad-akad sukuk; dan (ii) mengatasi persoalan likuiditas sukuk di pasar sekunder. Dari aspek regulasi yaitu: (i) pemerintah harus bisa mengatur dokumen penerbitan sukuk yang efektif dan efisien; dan (ii) membuat ragam variasi akad dan struktur sukuk.

Kedua, Prioritas kedua adalah tuntutan regulasi yang jelas dalam mengatur tingkat persaingan dalam penjaminan emisi sukuk. Beberapa kendala yang dihadapi oleh perusahaan, terutama perusahaan yang masih belum pernah menerbitkan sukuk ritel, adalah berkaitan dengan jaminan hukum dari pemerintah. *Ketiga*, Prioritas ketiga adalah tuntutan adanya kejelasan mengenai regulasi pajak atas sukuk. Persoalan pajak terfokus pada sukuk ijarah yang menimbulkan PPN dan PPh. Oleh karena itu, Ditjen Pajak dan Kementerian Keuangan harus menemukan solusi perpajakan yang tepat. Dalam kasus ini, peraturan perpajakan menjadi unsur penting yang paling menentukan minat terhadap instrumen sukuk. Pentingnya aspek kejelasan perpajakan adalah untuk menginformasikan yang sebenarnya mengenai pasar sukuk kepada investor yang belum mengenal betul akan seluk beluk sukuk, karena menurut investor yang sudah paham mengenai pasar sukuk, aspek pajak sebenarnya tidak masalah karena investor hanya dikenakan satu kali pajak sebesar 5%. *Keempat*, Prioritas keempat adalah tuntutan adanya insentif kebijakan dalam mendorong tingkat *demand*. Mendorong insentif kebijakan ini dapat dilakukan melalui kebijakan yang komprehensif.

Berdasarkan hasil pendalaman melalui diskusi, persoalan investor lebih tertuju pada kurangnya pemahaman mengenai karakteristik dan kelebihan yang dimiliki oleh sukuk korporasi. Menurut Fatah, 2011, kurangnya pemahaman investor mengenai sukuk sebenarnya juga terjadi pada instrumen-instrumen investasi lainnya seperti saham syariah, reksadana syariah, asuransi syariah, pegadaian syariah, dan instrumen lainnya.¹² Masih menurut Fatah 2011, ketidakpahaman investor terhadap sukuk menimbulkan kecenderungan investor dalam berinvestasi masih berorientasi pada keuntungan (*return*) yang ditawarkan, sehingga faktor *demand* sering membandingkan dengan keuntungan yang ditawarkan oleh obligasi konvensional atau instrumen lainnya yang lebih menguntungkan

b. Perspektif investor

Pertama, Prioritas kebijakan yang pertama adalah tuntutan adanya kejelasan undang-undang perpajakan atas sukuk. Sebagaimana yang dijelaskan di atas, bahwa ketidakpahaman akan regulasi-regulasi terkait dengan penerbita sukuk, menjadikan investor enggan untuk menerbitkan sukuk ritel korporasi, sehingga berakibat negatif terhadap *supply* sukuk ritel korporasi.

Kedua, Prioritas kedua adalah tuntutan adanya regulasi yang dapat mengembangkan variasi akad dan struktur sukuk. Kebijakan untuk bisa mendorong hal ini bisa dilakukan melalui kejelasan pembuatan standar akuntansi yang mengatur tentang sukuk. Selama ini, penyusunan standar akuntansi yang mengatur tentang sukuk masih belum jelas sehingga belum memberikan pedoman yang jelas dan baku sesuai dengan karakteristik sukuk sebagai efek syariah. Misalkan, akad *mudharabah* dan *musyarakah* tidak memerlukan underlying asset dan imbal hasil tidak tetap tergantung hasil. Akad ini mengalami kesulitan dalam menyusun sistem akuntansi. Demikian juga kadangkala terjadi perbedaan perhitungan bagi hasil antara emiten dan investor; dan persoalan belum jelasnya standar akuntansi yang mengatur tentang sukuk disebabkan oleh peraturan mengenai sukuk masih belum jelas, termasuk sistem akuntansi yang dibuat.

Ketiga, Prioritas ketiga adalah tuntutan adanya regulasi yang bisa mendiseminasikan informasi pasar modal syariah kepada investor. Kebijakan yang harus dilakukan untuk menciptakan hal ini adalah melalui prosedur sosialisasi dan edukasi mengenai sukuk yang harus dirancang oleh pemerintah.

c. Perspektif emiten yang sudah menerbitkan sukuk

¹² Dede Abdul Fatah. 2011. *Perkembangan obligasi syariah (sukuk) di indonesia: analisis peluang dan tantangan*. *Innovatio*, Vol. X, No. 2, pp. 281-301.

Pertama, Prioritas pertama yang menjadi tuntutan oleh emiten yang menerbitkan sukuk adalah pemerintah harus bisa menciptakan insentif bagi perusahaan untuk menerbitkan sukuk. Tuntutan ini bersifat umum, sehingga kebijakan yang bisa dilakukan harus bersifat komprehensif sebagaimana penjelasan sebelumnya.

Kedua, Prioritas kedua adalah adanya kejelasan perlakuan perpajakan yang tepat. Kebijakan untuk dapat mengakomodasi hal ini adalah sebagaimana penjelasan sebelumnya.

d. Perspektif emiten yang belum menerbitkan sukuk

Dari perspektif emiten yang belum menerbitkan sukuk hanya ada satu prioritas kebijakan, yaitu tuntutan kejelasan kondisi industri pasar keuangan syariah. Kejelasan ini harus diperkuat dengan regulasi yang jelas dan model sosialisasi serta edukasi yang tepat. Untuk menciptakan kejelasan kondisi industri pasar keuangan syariah, maka kebijakan yang dilakukan harus komprehensif sehingga akan menimbulkan minat bagi emiten baru untuk ikut menerbitkan sukuk ritel korporasinya. Sehingga akan semakin melengkapi pasar keuangan syariah di tanah air.

C. Kesimpulan Dan Rekomendasi Kebijakan

1. Kesimpulan

- a. Laju pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia masih sangat rendah. Hal ini diindikasikan dengan perkembangan laju sukuk korporasi yang beredar tidak sebanding dengan kinerja obligasi yang beredar atau potensi pasar. Rata-rata pangsa pasar sukuk korporasi yang beredar atas total sukuk dan obligasi yang beredar hanya sebesar 5%, padahal potensi pasarnya sangat tinggi;
- b. Lambatnya laju pertumbuhan sukuk korporasi disebabkan oleh tiga aspek, yaitu: (i) lingkungan internal perusahaan, baik emiten maupun investor; (ii) lingkungan eksternal perusahaan atau kondisi pasar; dan (iii) lingkungan regulasi.
- c. Persoalan yang menjadi penyebab dari ketiga aspek lingkungan, baik internal maupun eksternal dan regulasi, berimplikasi pada respon *supply* dan *demand* yang lambat. Memperbaiki ketiga lingkungan tersebut sangat penting dalam menumbuhkan insentif bagi peningkatan *supply* dan *demand* sukuk korporasi;
- d. Strategi pengembangan sukuk diorientasikan pada perspektif masing-masing pelaku, baik penjamin emisi, investor, maupun emiten yang sudah menerbitkan sukuk maupun yang belum. Prioritas kebijakan dari keempatnya adalah sebagai berikut:
 - a. Perspektif penjamin emisi, urutan prioritas kebijakannya adalah: (i) menciptakan pasar sukuk yang kondusif; (ii) regulasi harus jelas dalam mengatur tingkat persaingan dalam penjaminan emisi sukuk; (ii) adanya kejelasan mengenai regulasi pajak atas sukuk; dan (iv) harus adanya insentif kebijakan dalam mendorong tingkat *demand*;

- b. Perspektif investor, urutan prioritas kebijakannya adalah: (i) harus adanya kejelasan peraturan perundangan perpajakan atas sukuk; (ii) adanya regulasi yang bisa mengembangkan variasi akad dan struktur sukuk; dan (iii) adanya regulasi yang dapat mendiseminasikan informasi pasar modal syariah kepada investor;
- c. Perspektif emiten yang sudah menerbitkan sukuk, urutan prioritas kebijakannya adalah: (i) pemerintah harus bisa menciptakan insentif bagi perusahaan untuk menerbitkan sukuk; dan (ii) adanya kejelasan perlakuan perpajakan yang tepat; dan
- d. Perspektif emiten yang belum menerbitkan sukuk, prioritas kebijakannya adalah adanya kejelasan kondisi industri pasar keuangan syariah melalui regulasi dan model sosialisasi serta edukasi.

2. Rekomendasi Kebijakan

Strategi untuk mendorong pengembangan sukuk korporasi di Indonesia mengacu pada tiga akar masalah lambatnya pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia. Beberapa strategi yang perlu ditempuh pemerintah adalah sebagai berikut:

- a. Meningkatkan sosialisasi dan edukasi mengenai akad-akad sukuk korporasi. Untuk melaksanakan strategi kebijakan ini, maka harus dilakukan beberapa langkah strategis, diantaranya: (i) Membuat peraturan mengenai format sosialisasi dan edukasi yang tepat mengenai akad-akad sukuk; (ii) Membuat kerjasama dalam bentuk nota kesepahaman (MoU) dengan asosiasi-asosiasi pelaku pasar modal dan Bursa Efek Indonesia untuk memasukkan materi mengenai pasar modal syariah. Pelaku khususnya ditujukan kepada paraemiten yang belum pernah menerbitkan sukuk mengenai peraturan-peraturan terkait keterbukaan informasi dalam rangka meningkatkan pemahaman prinsip-prinsip syariah dalam penerbitan sukuk; (iii) Memasukkan materi pasar modal syariah dalam Ujian Standar Profesi dan Pendidikan Berkelanjutan bagi Profesi di Pasar Modal. Diharapkan dapat terselenggaranya Pendidikan Profesi Lanjutan untuk seluruh profesi penunjang pasar modal dan ahli syariah; dan (iv) Membuat program diskusi dengan perusahaan/lembaga yang berpotensi menerbitkan sukuk. Oleh karena itu, harus ada program rutin diskusi dengan manajer investasi dan asosiasi dalam rangka mendorong penerbitan sukuk korporasi.
- b. Memperjelas peraturan mengenai sukuk korporasi dalam meningkat kondisi pasar sukuk yang ideal. Untuk melaksanakan strategi kebijakan ini, maka harus dilakukan beberapa langkah strategis, diantaranya: (i) Dibutuhkan komitmen bersama baik OJK, Kementerian Keuangan dan Ditjen Pajak menyelesaikan peraturan mengenai pajak sukuk; (ii) Membuat penerbitan aturan mengenai status hak dan kewajiban setiap pihak atas *underlying asset*. Oleh karena itu, harus dibuat regulasi terkait status dak dan kewajiban setiap pihak atas *underlying asset*; dan (iii) Meningkatkan likuiditas

sukuk di pasar sekunder melalui tersedianya infrastruktur yang mendorong likuiditas sukuk; dan

DAFTAR PUSTAKA

- BPS. 2016. *Data Pertumbuhan Ekonomi dan Pendapatan Per Kapita Indonesia*.
- Dewan Syariah Nasional. 2004. *Fatwa No 41.DSN/MUI/IX/2004 Tantang Obligasi Syariah Ijarah*.
- _____. 2004. *Fatwa No 40/DSN/MUI/IX/2004 Tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Pasar Modal*.
- Dewi, Nila. 2011. Mengurai masalah pengembangan sukuk korporasi indonesia menggunakan analytic network process. *TAZKIA, Islamic Finance & Business Review*, Vol. 6, No. 2, pp. 138-167.
- Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah, 2007, *Mengenal Instrumen Investasi dan Pembiayaan berbasis Syariah*, Depkeu: Jakarta.
- Fatah, Dede Abdul. 2011. Perkembangan obligasi syariah (sukuk) di indonesia: analisis peluang dan tantangan. *Innovatio*, Vol. X, No. 2, pp. 281-301.
- FTSE Global Market. 2016. *Is This The Face of Tomorrow's Investor?*. Issue 78, September.
- Global Research-gcc. 2012. *Sukuks-A New Dawn of Islamic Finance Era*. (Online, <http://www.globalnv.net/research/Sukuk-012008.pdf>), diakses tanggal 16 Juni 2016.
- IIFM. 2016. *Sukuk Report A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market* (5th Edition). Bahrain: Author.
- _____. 2013. *Sukuk Report A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market* (3th ed.). Bahrain: Author.
- Indriani, Diana. 2009. *Tinjauan Hukum Pajak Pertambahan Nilai Sukuk Ijarah Korporat di Pasar Modal Indonesia*. Makalah Disampaikan dalam Kegiatan MES Goes to Campus "Pengembangan Sukuk Sebagai Instrumen Investasi: Jakarta.
- Jarkasih, Muhammad& Rusydiana, Aam Slamet. 2009. Perkembangan Pasar Sukuk: Perbandingan Indonesia, Malaysia, dan Dunia. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi: Antisipasi*, Universitas Sanata Dharma, Vol. 1, No.2.
- Kurniawati, Devi Dwi. 2015. *Analisis Perkembangan Sukuk (Obligasi Syariah) dan Dampaknya Bagi Pasar Modal Syariah*. Universitas Negeri Surabaya: Surabaya.
- Nugroho, Mohamad Taufan. 2015. *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Fluktuasi Harga Sukuk Ijarah Korporasi di Indonesia (Studi Kasus Tahun 2011-2015)*. Tesis Diterbitkan, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Indonesia: Jakarta.
- OJK (Otoritas Jasa Keuangan). 2014. *Memperkuat Fundamental Perekonomian Melalui Inklusi Keuangan*. Annual Report 2014: Jakarta.
- _____. 2016. *Roadmap Pasar Modal Syariah 2015-2019: Membangun Sinergi untuk Pasar Modal Syariah yang Tumbuh, Stabil, dan Berkelanjutan*. Direktorat Pasar Modal Syariah Otoritas Jasa Keuangan: Jakarta.
- _____. 2015. *Kajian Faktor-faktor yang Mempengaruhi Penawaran dan Permintaan Sukuk*. Direktorat Pasar Modal Syariah OJK: Jakarta.
- Rahmany, Fuad. 2010. *Penerbitan Sukuk Korporasi Masih Rendah*. (Online <http://www.seputarforex/news.com>), diakses tanggal 20 Juni 2016.
- Saaty, Thomas L. 1993. Decision making with the analytic hierarchy process. *International Journal Services Sciences*, Vol. 1, No. 1.
- Soemitra, Andri. 2010. *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah*. Kencana Media Grup: Jakarta.
- Tobin, Gerard A., Begley, Cecily M. 2003. Methodological Rogour Within a Qualitative Framework. *Journal of Advanced Nursing*. Vol. 48, No. 4, pp. 388-396.

- Tim Studi Minat Emiten di Pasar Modal Kementerian Keuangan. 2009. *Faktor-faktor yang Mempengaruhi Minat Emiten dalam Menerbitkan Sukuk di Pasar Modal*. Departemen Keuangan Republik Indonesia, Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan: Jakarta.
- Utaminingsih, Sri. 2008. *Perlakuan Perpajakan Atas Transaksi Obligasi Syariah (Sukuk) Ijarah*. Jurusan Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Ilmu Sosial, Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah: Jakarta.
- Zawya Thomson Reuters. 2016. Sukuk Monitor (Online <http://www.zawya.com>), diakses tanggal 15 Juni 2016.

Peraturan Perundang-Undangan

- Undang-Undang PPH dan Peraturan Pelaksanaannya. Kementerian Keuangan Republik Indonesia, Direktorat Jenderal Pajak, Direktorat Penyuluhan, Pelayanan, dan Hubungan Masyarakat.
- Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 42 Tahun 2009 Tentang Perubahan Ketiga Atas Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1983 Tentang Pajak Pertambahan Nilai Barang dan Jasa dan Pajak Penjualan Atas Barang Mewah.